

中航证券研究所

分析师: 张 超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 方晓明

证券执业证书号: S0640120120034

电话: 010-59562519

邮箱: fangxm@avicsec.com

航空航天锻件增速 118%，2021Q4 创单季最佳业绩

行业分类: 国防军工

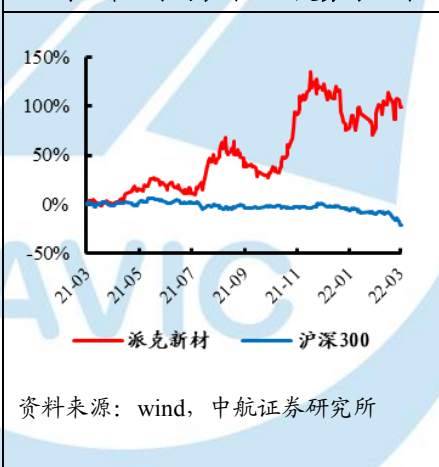
2022 年 3 月 17 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.3.17)	141.18
目标价格	160.00

基础数据 (2022.3.17)

上证指数	3215.04
总股本 (亿股)	1.08
流通 A 股 (亿股)	0.41
资产负债率 (2021)	41.77%
ROE (摊薄) (2021)	16.67%
PE (TTM)	50.1
PB (LF)	8.36

公司上市至今与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 3 月 16 日公告, 2021 年营业收入 17.33 亿元 (+68.65%), 归母净利润 3.04 亿元 (+82.59%), 扣非归母净利润 2.86 亿元 (+91.14%), 毛利率 29.00% (-0.51pcts), 净利率 17.54% (+1.34pcts)。

➤ **投资要点:**

● 航空航天锻件增速 118% 驱动业绩提升; 2021Q4 创单季最佳业绩

2021 公司营业收入 17.33 亿元 (+68.65%), 归母净利润 3.04 亿元 (+82.59%), 扣非归母净利润 2.86 亿元 (+91.14%); 其中航空航天和石化业务增速分别 117.77%、96.99%, 带动业绩快速提升。毛利率 29.00% (-0.51pcts), 净利率 17.54% (+1.34pcts)。2021Q4 收入 5.42 亿元、归母净利润 0.91 亿元; 同比大幅增长 81.89%、103.16%, 创出单季最好业绩。

● 下游应用多点开花, 资产负债表反映在手订单充足

公司专注于各种金属材料的自由锻和环锻成型, 产品应用于航空航天、石化、电力以及其他 (主要包括舰船、机械、兵器、锻造等行业) 等; 行业覆盖广泛, 产品种类齐全, 可以根据下游各行业的景气周期、客户订单情况, 兼顾效益和效率, 及时调整产品结构, 以满足更广泛的客户需求, 使公司拥有了较强的抗市场冲击能力和盈利能力。

在航空领域, 公司航空锻件产品主要用于航空发动机机匣、燃烧室、密封环、支撑环、承力环等重要部位; 航天锻件主要配套多个型号长征系列及远征上面级等系列型号运载火箭和多个型号导弹等产品。报告期内, 航空航天锻件领域实现营收 7.16 亿元, 营收占比 41.31% (+9.32pcts), 毛利占比 65.81% (+19.92pcts), 毛利率 46.21% (+3.87pcts), 为公司目前盈利能力最强的业务; 2017 年—2021 年, 该业务复合增速高达 39.20%。

公司石化锻件主要为各类石化设备配套用法兰、管板等。2021 年, 我国石化行业经济业绩超预期, 全行业收入同比增长 30%, 利润总额同比增长 126.8%。受下游高景气的驱动, 2021 年公司石化锻件实现营收 5.22 亿元 (+96.99%), 接近翻倍。营收占比 30.13% (+4.33pcts), 毛利占比 17.94% (+0.83pcts), 毛利率 17.27% (-2.30pcts), 受原材料上涨影响, 毛利率出现小幅下滑。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

电力行业中,公司主要为火电、风电、核电等电力装备提供锻件。2021年,受核电业务下降影响,电力锻件营收1.72亿元(-32.41%),营收占比9.91%(-14.82pcts),毛利占比4.58%(-20.14pcts),毛利率13.41%(-16.10pcts),出现了较为明显的下滑。其原因或为,2020年公司完成了东重蒸汽发生器、换热器等关键组件锻件的研发,并批量供货,实现国产替代,电力锻件毛利率较高;但此类订单或存在一定的波动性。其他锻件(主要包括舰船、机械、兵器、锻造等行业)收入1.42亿元(+57.29%),主要是机械锻造产品增长所致,业务占比不大。

2021年,公司管理费用率3.05%(-1.01pcts),规模效应显现;销售费用率1.69%(-0.45pcts);财务费用率0.07%(-0.22pcts)。公司研发投入0.79亿元(+83.59%),研发费用率4.55%(+0.37pcts),公司加大对航空航天、新能源等重点领域产品的研发。

报告期末,公司存货为4.99亿元(+77.02%),其中占比较大的为原材料2.57亿元(+92.65%),公司订单增加,提前备料;在产品1.31亿元(+37.31%);合同负债0.21亿元(+50%)。预付款1.20亿元(+134.38%),主要为增加原材料备料所致。公司主要采取以销定产、以产定购的经营模式,存货、合同负债、对供应商预付款的增加均表明下游景气度较高,公司在手订单充足。

公司自成立以来,始终专注于锻造行业,主营产品涵盖辗制环形锻件、自由锻件、精密模锻件等各类金属锻件,可应用于航空、航天、船舶、电力、石化以及其他各类机械等多个行业领域,

在航空领域,公司是国内为数不多的航空环形锻件研制与生产的专业化企业,覆盖在役及在研阶段的多个型号航空发动机;在国际业务上,公司与罗罗、GE的长协订单持续推进,2021年已收到部分批产订单;同时2022年将争取完成赛峰集团的供应商审核工作。在航天领域,公司顺利通过航天科技集团某院所供方评审,参与新一代载人火箭项目研制对接落地,为后续工程化配套奠定了基础。在核电领域,公司取得民用核安全生产许可证,为进一步拓展核电市场打下了坚实的基础;在风电领域,公司成功取得风电CE认证,将加大力度投入风电产品的开发。公司2022年也将主要围绕“航空航天、新能源、进口替代”的市场目标,加大市场开发力度,提升占有率。

● 航空航天+新能源扩产项目有序推进,为业绩高速增长做足产能准备

2022年上半年,公司“航空发动机及燃气轮机用特种合金材料及部件建设项目”以及“新一代能源装备用特种合金部件的产业化项目”有望建成投产。其中“航空发动机及燃气轮机用特种合金材料及部件建设项目”为公司2020年8月IPO募投项目,投资5.8亿元,达产后每年新增收入5.03亿元,新增净利润1.02亿元;“新一代能源装备用特种合金部件的产业化项目”为2020年10月以自有资金新增对外投资3.22亿元,产品定位大兆瓦及海上风电塔筒法兰、大规格轴承锻件等,达产后新增年销售收入近6亿元。

➤ 投资建议:

1. 2021年公司航空航天和石化业务增速分别117.77%、96.99%,带动业绩快速提升。2021Q4创出单季最好业绩。公司盈利能力持续走高。公司存货、合同负债、对供应商预付款的增加均表明下游景气度较高,公司在手订单充足。

2. 公司产品下游应用多点开花,在航空航天、石化、新能源等领域均有丰富的客户群。行业覆盖广泛,产品种类齐全,可以根据下游各行业的景气周期、客户订单情况,兼顾效益和效率,及时调整产品结构,公司拥有较强的抗市场冲击能力和盈利能力。2022年,公司将重点发力“航空航天、新能源、进口替代”等重点目标市场。

3. 2022年上半年,“航空发动机及燃气轮机用特种合金材料及部件建设项目”以及“新一代能源装备用特种合金部件的产业化项目”有望建成投产,达产新增收入分别为5.03亿元/近6亿元,将大幅增厚公司业绩。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 23.86 亿元、29.85 亿元和 37.09 亿元，归母净利润分别为 4.25 亿元、5.31 亿元及 6.61 亿元，EPS 分别为 3.94 元、4.91 元、6.12 元，我们给予目标价格 160.00 元，分别对应 41 倍、33 倍及 26 倍 PE。

风险提示：疫情及贸易摩擦对境外业务冲击；募投进展不及预期；原材料波动等。

➤ 盈利预测：

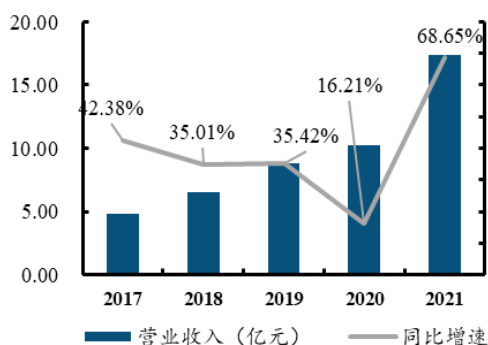
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1027.77	1733.35	2386.23	2985.99	3709.04
增长率	16.21%	68.65%	37.67%	25.13%	24.21%
归属母公司股东净利润	166.54	304.09	425.46	530.52	660.94
增长率	2.86%	82.59%	39.91%	24.69%	24.58%
每股收益 (EPS) (元)	1.85	2.82	3.94	4.91	6.12

数据来源：WIND，中航证券研究所



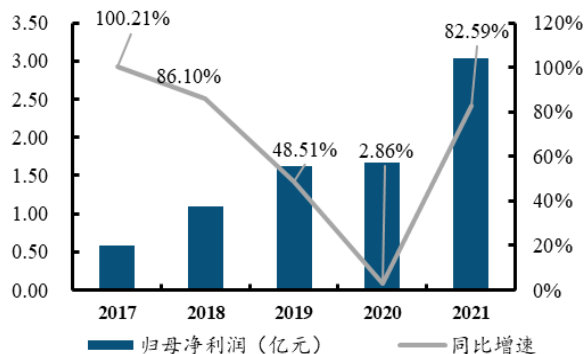
◆ 公司近 5 年主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



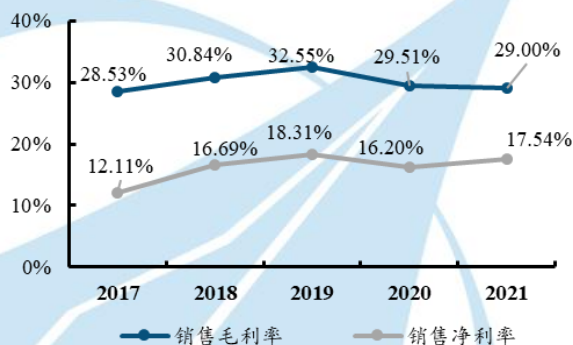
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



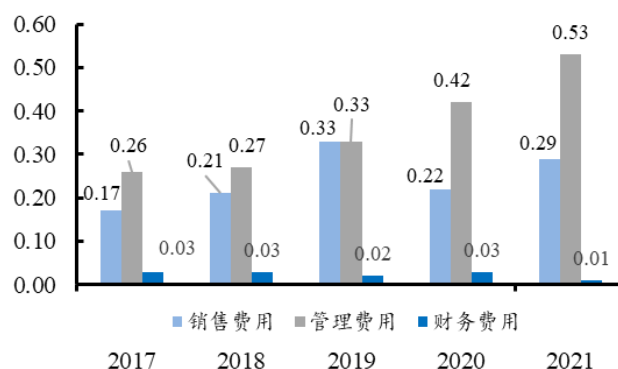
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



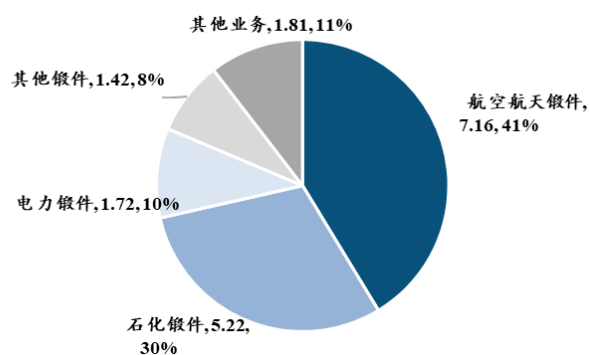
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021 年收入结构 (亿元、%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

数据来源: WIND, 中航证券研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1733.35	2386.23	2985.99	3709.04
减: 营业成本	1230.65	1631.85	2046.22	2561.74
营业税金及附加	1.96	4.47	4.68	5.92
销售费用	29.37	51.90	60.01	74.64
管理费用	131.63	178.97	220.96	270.76
财务费用	1.19	16.47	27.88	26.35
资产减值损失	-27.05	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	6.68	0.00	0.00	3.00
公允价值变动损益	0.69	0.34	0.40	0.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	348.22	502.91	626.64	773.05
加: 其他非经营损益	0.07	-2.37	-2.50	-2.46
利润总额	348.28	500.54	624.14	770.60
减: 所得税	44.20	75.08	93.62	109.66
净利润	304.09	425.46	530.52	660.94
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	304.09	425.46	530.52	660.94
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	515.88	596.56	746.50	927.26
应收和预付款项	1001.92	1410.73	1790.23	2240.44
存货	499.10	630.39	819.18	1027.82
其他流动资产	286.16	413.88	363.76	505.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	702.78	636.98	561.39	483.47
无形资产和开发支出	37.31	36.36	35.40	34.45
其他非流动资产	89.65	101.63	112.90	123.46
资产总计	3132.80	3826.52	4429.35	5341.94
短期借款	30.04	825.41	536.60	811.69
应付和预收款项	926.48	484.37	925.05	1020.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	351.94	369.43	433.33	492.86
负债合计	1308.45	1679.20	1894.98	2325.53
股本	108.00	108.00	108.00	108.00
资本公积	940.56	940.56	940.56	940.56
留存收益	775.84	1098.76	1485.81	1967.85
归属母公司股东权益	1824.35	2147.32	2534.37	3016.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1824.35	2147.32	2534.37	3016.41
负债和股东权益合计	3132.80	3826.52	4429.35	5341.94
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	6.09	-597.69	604.70	102.49
投资活动现金流净额	246.26	-14.66	-14.60	-11.57
筹资活动现金流净额	-93.13	693.02	-440.16	89.84
现金流量净额	157.64	80.68	149.94	180.76

数据来源: wind, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。